



BULLETIN OF ECONOMIC THEORY AND ANALYSIS

Journal homepage: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/beta>

Para Politikasının Evrimi: Klasik Görüşten Yeni Uzlaş ı Temelli Makro İhtiyati Para Politikası Araçlarına

Filiz SANAL ÇEVİK  <https://orcid.org/0000-0003-2476-9108>

To cite this article: Sanal Çevik, F. (2024). Para Politikasının Evrimi: Klasik Görüşten Yeni Uzlaş ı Temelli Makro İhtiyati Para Politikası Araçlarına. *Bulletin of Economic Theory and Analysis*, 9(1), 219-250.

Received: 12 Oct 2023

Accepted: 04 Jan 2024

Published online: 29 Feb 2024



©All right reserved



Bulletin of Economic Theory and Analysis

Volume 9, Issue 2, pp. 219-250,2024

<http://www.betajournals.org>

Original Article / Araştırma Makalesi

Received / Alınma: 12.10.2023 Accepted / Kabul: 04.01.2024

Para Politikasının Evrimi: Klasik Görüşten Yeni Uzlaşı Temelli Makro İhtiyati Para Politikası Araçlarına

Filiz SANAL ÇEVİK^a

^a Dr. Öğr. Üyesi, Sakarya Uygulamalı Bilimler Üniversitesi, Sapanca MYO, Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, Sakarya, TÜRKİYE

<https://orcid.org/0000-0003-2476-9108>

ÖZ

Para politikası; parasal büyüklüklerin ayarlanma ve etkilerinin piyasalara yansımaya hızı, ekonomik koşullara hızlı adaptasyonu, merkez bankalarının bağımsızlığı, iletişim yoluyla karar birimlerinin beklentilerini şekillendirme gücü gibi nedenlerle tercih edilen ve parasal büyüklüklerin kontrolü yoluyla makroekonomik istikrara katkı sağlayan uygulamalar bütünüdür. Araç olarak kullanılan parasal büyüklüklerin ekonomik değişkenleri hangi yönde, ne ölçüde ve hangi kanallarla etkilediği makroekonominin en önemli tartışma konularından biridir. Kısa ve uzun dönem ayrımı bir tarafa bırakılırsa para politikasının etkilerine yönelik yaklaşımlar, paranın reel değişkenleri etkilediğini savunanlar ile paranın sadece fiyatlar genel düzeyini etkilediğini savunanlar olmak üzere iki ana grupta toplanabilir. Para politikası açısından tek sorun paranın nötr olup olmaması değil, aynı zamanda hangi parasal büyüklüklerin kontrol altında tutulması gerektiği ve söz konusu değişkenlerin diğer ekonomik değişkenlerle nasıl bir etkileşim hâlinde olduğudur. 1980’li yıllardan itibaren uluslararası para rejiminin değişmesi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, finansal araç çeşitliliğinin ve erişilebilirliğin artmasıyla birlikte para politikasına fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı sağlama görevi de yüklendi. Para politikası üzerine tartışmalar günümüzde de güncelliğini korumakta ve finansal sistemdeki gelişmelerle birlikte derinleşmektedir. Çalışmada başlıca makroekonomik görüşlerin para politikasına ilişkin teorik tartışmaları, bu tartışmaların politika uygulamalarına yansımaları ve küresel finansal krizle birlikte para politikasının amaç ve araçlarında meydana gelen değişimler tarihsel ve analitik bir yaklaşımla ele alınmaktadır.

Anahtar Kelimeler

Para Politikası,
Yeni Uzlaşı,
Makro İhtiyati
Politika Araçları

JEL Kodu

E00, E52, E58, B20

İLETİŞİM: Filiz SANAL ÇEVİK ✉ filizcevik@subu.edu.tr 📧 Sakarya Uygulamalı Bilimler Üniversitesi, Sapanca MYO, Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, Sakarya, TÜRKİYE.

The Evolution of Monetary Policy: From the Classical View to New Consensus-Based Macprudential Monetary Policy Tools

ABSTRACT

Monetary policy offers advantages such as rapid adjustment of monetary aggregates and their rapid reflection on markets, adaptation time to economic conditions, independence from political pressures and the power to shape the expectations of economic agents. Various schools of economics have adopted different approaches in analyzing the effectiveness of monetary policy. However, leaving aside the distinction between short-run and long-run, approaches to the effects of monetary policy can be broadly categorized into two main groups: those who argue that monetary policy affects real variables and those who argue that it affects only the general level of prices. The issue is not only whether money is neutral, but also which monetary aggregates central banks should control and how these variables interact with other economic factors. The debate on monetary policy continues to be topical and profound to day with the developments in the financial system. In this study, the theoretical discussions of the main macroeconomic schools on monetary policy, the reflections of these discussions on policy implementations, and the changes in the objectives and instruments of monetary policy due to the recent global financial crisis are discussed with a historical and analytical approach.

Keywords

Monetary Policy, New Consensus, Macprudential Policy Tools.

JEL Classification

E00, E52, E58, B20

1. Giriş

Para politikası, zamana ve duruma göre öncelikleri değişebilen ekonomik amaçların gerçekleştirilebilmesi amacıyla, merkez bankalarının para ve kredi hacmini belirlemek üzere çeşitli parasal büyüklükleri kontrol etmeye yönelik faaliyetlerini kapsar. Etkin çalışan bir para politikası makroekonomik istikrara katkı sağlayarak, maliye politikasının orta ve uzun vadeli büyüme ve verimlilik artışı konularına odaklanmasına destek olur. Paranın reel ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri, bu etkilerin hangi değişkenler aracılığıyla ve ne kadar sürede gerçekleşeceği, oluşan etkilerin uzun dönemde kalıcı olup olmadığı uzun yıllardır iktisatçıların üzerinde en çok tartıştığı konulardan biridir. İktisadi analiz tarihinde para politikası üzerine süren tartışmalarda bazen birbirini destekleyen, bazen de birbiri ile çelişen görüşler ortaya atıldı. Aslında birbiriyle farklı sonuçlara ulaşan ve diğer görüşleri teorik temeller çerçevesinde çürütmeye çalışan her bir görüş, tarihsel süreç içinde karşıt görüşün eksikliklerini geliştirilen modern yaklaşımlarla revize etmesine katkı sağlayarak para politikasının gelişmesine hizmet etti. 1980’li yıllardan itibaren bilgisayar ve matematik alanındaki gelişmeler, çok değişkenli karmaşık modellerin kurulmasına imkân sağlayarak, teorik görüşlerin gerçek hayat verileriyle uyumluluğunun test edilmesine ve para politikasının gelişmesinin daha da hızlanmasına katkıda bulundu.

Para teorisi alanındaki akademik çalışmalar politika uygulayıcılar için rehber niteliğindedir ve özellikle gelişmiş ülkelerde merkez bankaları para politikasını teorik gelişmeler doğrultusunda şekillendirir. Ancak gerçek hayatta zaman zaman iktisat teorisinin öngöremediği 1929 Büyük Buhranı, petrol şokları, finansal krizler gibi şok niteliğindeki olaylar yaşandı, bu olaylar karşısında çözüm üretemeyen para politikası hem uygulama, hem de teorik alanda devrim niteliğinde sayılabilecek kırılma noktalarına sahne oldu. Para politikasının o anki gücünü yetersiz kılan ekonomik şoklar, teoride ihmal edilen değişkenlerin analizlere dâhil edilmesini, değişen ve gelişen koşullar karşısında para politikasının daha esnek hâle getirilmesini zorunlu kıldı. Sadece önceden öngörülemeyen olaylar değil, küreselleşen finansal sistemde uluslararası sermaye akımlarının artması, yeni finansal araçların ortaya çıkması, dolaylı altın para sisteminin yıkılmasından sonra ulusal paraların değerindeki dalgalanmaların artması, para politikası uygulayıcıların işini zorlaştırdı.

Klasik görüşte para sadece fiyatlar genel düzeyini etkiler ve reel değişkenler üzerinde etkisizdir. Klasiklerin bu sonuca ulaşmasında; o dönem geçerli olan altın para sisteminde para arzının kontrol edilebilir bir değişken olması, tüm piyasalarda tam rekabet şartlarının geçerli olması, faiz oranının parasal faktörler tarafından değil reel değişkenler olan yatırım ve tasarruf tarafından belirlenmesi, miktar teorisinde paranın dolanım hızının sabit olması varsayımları kilit rol oynamaktadır. Devletin ekonomiye müdahalesini gerekli kılan 1929 Buhranı, Klasik görüşün gözden düşmesine ve aktif iktisat politikalarının gerekliliğine inanan Keynes'in ön plana çıkmasına neden oldu. Keynes'in sisteminde piyasalarda tam rekabet şartlarının geçerli olmaması, ücret ve fiyatların aşağı doğru katılığı, faiz oranının para arzı ve talebi tarafından belirlenmesi, spekülasyon amaçlı para talebinin varlığı, para politikasının reel değişkenleri etkilemesiyle sonuçlanır, ancak likidite tuzağının varlığı bu etkiyi sınırlar.

1970'lerde yaşanan stagflasyon olayının Keynesgil sistem dâhilinde açıklanamaması, Klasik görüşü günün şartlarına göre geliştiren Milton Friedman ve Monetarist görüşü güçlendirdi. Friedman uyarlanabilir beklentiler kavramını iktisadi analize kazandırarak, arz şoklarına bakılmaksızın uzun dönemde işsizlik ve enflasyonun bir arada nasıl yaşanabileceğini açıkladı. Klasik miktar teorisindeki sabit dolanım hızı yerine istikrarlı bir dolanım hızı fonksiyonu belirledi. Sadece sınırlı sayıdaki finansal aktiflerin değil, aynı zamanda reel aktiflerin de paranın ikamesi olabileceğini ve para talebinin faiz esnekliğinin Keynes'in ileri sürdüğünden daha düşük olduğunu savundu. Bu varsayımlar altında para arzındaki değişikliklerin öngörülebileceğini, paranın uzun dönemde yansız olduğunu, para

arzının faiz oranından daha etkili bir para politikası aracı olduğunu ileri sürdü. Friedman'a göre para politikası takdire dayalı değil, açık ve istikrarlı kurallarla yönetilmeliydi.

Keynesgil sistemi politika önerileri ve varsayımlarının mikro temellerden yoksunluğu nedeniyle eleştiren bir diğer grup Yeni Klasik görüştür. Yeni Klasikler rasyonel beklentiler kavramını kullanarak ücret ve fiyat esnekliğini tutarlı mikro analizlerle açıkladı, bireylerin beklentilerinde sapma meydana getiren şok politikalar dışında, kısa dönemde dahi para politikasının etkisizliği sonucuna ulaştı. Yine aynı yıllarda Walrasçı genel denge analizine karşı olan, Keynes'in sistemini yeni kavramlarla güçlendirmeye çalışan Yeni Keynesgiller, rasyonel beklentilerle çalışan, ancak ücret ve fiyat esnekliğine dayanan modellerinde para politikasının etkinliği sonucuna ulaştı. Yöneltilen eleştiriler doğrultusunda dengesizliğe eğilimli olduğuna inandıkları piyasa sisteminin eksikliklerini, sermaye ve emeğin tam istihdamına engel olan davranışları rasyonel mikro temellerle açıklayan yaklaşımlar geliştirdiler.

Akademik camiada yaşananlar 1980'li yıllarda Amerikan Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarına yansdı. Para politikasının beklentileri yönetebileceğinin anlaşılması üzerine Yeni Uzlaşa temelli politikalar ön plana çıktı. Destekleyici maliye politikaları olmaksızın, sadece para politikası ile üretim ve istihdamda ciddi azalma yaşanmadan enflasyonun kalıcı olarak düşürülebileceği, merkez bankasının bağımsızlığının ve kararlılığının bu süreci desteklediği, zamanında ve etkili uygulanan faiz artırımının enflasyonu kontrol edebildiği düşüncesi geçerli oldu. Ancak 2008'de yaşanan ve kısa sürede küresel boyut kazanan finansal krizle birlikte, para politikasına fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı sağlama görevi de yüklendi. Geleneksel para politika araçları yanında ekonomik koşullara göre değişebilen makro ihtiyati politika araçlarının merkez bankalarının araç setindeki önemi arttı. Günümüz karmaşık ve birbirine bağlı finansal sisteminde sabit kurların geçerli olduğu, bir veya birkaç parasal büyüklüğün kontrolüyle fiyat istikrarının sağlanabildiği bir ekonomik ortam söz konusu değildir. Fiyat istikrarı için finansal sistemin düzgün işlemesi, buna destek olmak üzere her ülkenin kendi ekonomik şartlarıyla uyumlu makro ihtiyati politika araçlarını geliştirmesi ve genişletmesi gereklidir.

Çalışmada para politikasının teorik gelişimi ve bu gelişimin politika yansımaları, iktisadi analizin başlangıcı sayılan Adam Smith'in görüşlerinden günümüze kadar devam eden süreçte ele alınmaktadır. Klasik görüş, Keynesgil görüş, Monetarizm, Yeni Klasikler ve Yeni Keynesgiller olmak üzere beş temel iktisadi akım para politikasına yönelik teorik varsayımlarıyla incelenmekte, bu akımların özellikle paranın yansızlığı veya reel değişkenler

üzerinde etkili olması sonucuna ulaşmalarındaki temel varsayımları ön plana çıkarılmaktadır. Teorik gelişmelere yön veren 1929 Büyük Dünya Buhranı, 1970'li yıllarda yaşanan petrol şokları ve 2008 Küresel Finans Krizi; nedenleri, iktisat teorisinin bu olayları açıklamadaki başarısı, olayların ortaya çıkmasıyla teoride görülen eksiklikler ve bu eksiklikleri doldurmak üzere yapılan yeni iktisadi analizler bağlamında ele alınmaktadır. Dolayısıyla çalışmada tarihsel ve analitik bir yaklaşım benimsenmektedir.

2. Klasik Para Teorisi ve Politikası

Keynesgil görüşten önce para teorisi esas olarak fiyatlar genel düzeyinin belirlenmesi üzerine kuruluydu. Fiyatların artması gelirin girişimciler lehine yeniden dağılmasına, kâr beklentilerinin yükselmesine, yatırımların uyarılmasına neden olmakta, böylece fiyat hareketleri iktisadi dalgalanmalar ile ilişkilendirilmekteydi. Klasik para teorisi fiyatlar genel düzeyiyle birlikte iktisadi dalgalanmaları ele alıyor, tesadüfen para teorisi kapsamına giren istihdam ile doğrudan ilgilenmiyordu (Johanson, 1958: 135). Tam istihdam, fiyat ve ücretlerin esnekliği sonucu kendiliğinden sağlanmaktaydı. Parasal faktörler tarafından değil, reel faktörler tarafından belirlendiği kabul edilen faize yönelik, doğrudan incelenen faiz oranı teorisi mevcut değildi. Ancak yine de fiyatlar genel düzeyi ve milli gelirdeki dalgalanmaları açıklamak üzere parasal değişkenler göz önünde bulundurulmaktaydı.

2.1. Miktar Teorisi ve Mahreçler Kanunu

Irving Fisher (1867-1947) tarafından matematiksel olarak formüle edilen miktar teorisi Klasik düşüncenin para teorisidir (Aktan, 2010: 173-175). Paranın değerini açıklama çabasındaki en eski teorilerden biri olan miktar teorisinin kabaca ifadesi $MS = 200$ gibi bir tarihe, Roma yazarlarına kadar uzanmaktadır (Steawart, 1960: 1). Çalışmada günümüzde hâlâ geçerliliği üzerine ekonometrik çalışmaların yapıldığı çok kapsamlı bir konu olan miktar teorisinin ayrıntılarına ve evrimine girilmeyip sadece para politikası bağlamındaki sonuçlarına değinilmektedir.

Miktar teorisine göre para arzı ve paranın dolanım hızındaki değişimler fiyatlar genel düzeyinde değişikliğe yol açar, reel değişkenleri etkilemez (Fisher, 1963: 172). Dolanım hızı sabit olduğunda dışsal bir değişken olan ve merkez bankalarınca belirlenen para arzı fiyatlar genel düzeyini kendisi ile orantılı olarak arttırır (Steawart, 1960: 11). Ricardo madeni para sisteminde ortaya atılan bu ilişkinin kağıt para sisteminde de geçerli olduğunu savunur (Ricardo, 1951: 112).

Miktar teorisi 19.yy boyunca geliştirilen ve genel kabul gören tek para teorisidir ve modern parasal görüşlerin temelini oluşturur (Steawart, 1960: 50). Alfred Marshall ve A.C. Pigou'nun öncülüğünü yaptığı Cambridge ekolü Fisher'in miktar teorisi özdeşliğini kullanarak alternatif bir versiyon geliştirdi. Miktar teorisinin her iki yorumunda da para talebi gelirin fonksiyonu olmakla birlikte, Cambridge yaklaşımında paranın işlem nedeniyle talep edilmesinin dışında, bireyler hangi oranda para tutacaklarını belirleme konusunda tercih yapma hakkına sahiptir, bir başka ifadeyle para servet biriktirme aracı olarak da talep edilir. Bu yorumla faizin para talebi üzerindeki etkisi tamamen yok sayılmaz.

Klasik görüşün Mahreçler Kanunu'na göre; her arz kendi talebini yaratır, üretim sonucu girişimcilerin eline geçen paranın bir kısmı piyasaya hane halkının tüketim harcaması olarak yansır, kalan kısmı faiz oranıyla orantılı olarak tasarruflara yönelir (Hiç & Birol, 2014: 263). Ekonomide fon arzı, tasarruf eden ve bu tasarrufları ödünç vermeye istekli olan bireylerin gelirleri tarafından belirlenir. Tasarruflar, sızıntı olmaması koşuluyla faizle ters orantılı olarak girişimcilerin yatırım talebini karşılar, tam rekabet varsayımları altında ekonomide denge yatırım ve tasarruf düzeyi, denge faiz oranını belirler. Yani ekonomik birimlerin gelirine bağlı oluşan fon arzı ile hane halkının tüketim, firmaların yatırım ve devletin bütçe açığı için talep ettiği fon miktarı hep beraberce faiz oranını belirler.

2.2. Klasik Görüşte Devletin Ekonomideki Yeri

Devlete önemli görevler yükleyen, sahip olunan değerli maden miktarını ve ihracatı ulusal güç olarak gören merkantalizmin aksine, Klasik iktisadi düşüncede devletin ekonomideki yeri çok küçüktür. Tam rekabet şartlarının geçerli olduğu bir ortamda mikro düzeyde kendi çıkarları için en doğru kararları veren bireyler toplumsal refahın maksimize edilmesini sağlar. Mahreçler Kanunu'na göre her üretim, üretim faktörlerinin gelir kazanmasıyla kendi talebini oluşturacağından ekonomide talep yetersizliği gibi bir sorun söz konusu değildir. Miktar teorisi gereğince para arzındaki değişiklikler reel değişkenleri değil, fiyatlar genel düzeyini etkiler. Dolayısıyla fiyat ve ücretlerin esnekliği, tam rekabet şartlarının geçerliliği varsayımları altında Adam Smith'in görünmez el olarak nitelendirdiği fiyat mekanizması ekonomide kendiliğinden tam istihdam dengesini sağlar, devletin ekonomiye müdahalesini, etkin para ve maliye politikalarını gereksiz kılar.

2.3. 1929 Büyük Dünya Buhranı ve Klasik Görüşün Gözden Düşmesi

Klasik para teorisi yapılan katkılarla 1929 Büyük Dünya Buhranı'na kadar tutarlı bir teoriydi. Paranın üretim, istihdam, gelir gibi reel değişkenleri etkilemediği ve para arzındaki

değişikliklerin fiyatlar genel düzeyini anında etkilediği kabul edilmekteydi (Skousen, 2003: 288).

Savaştan sonra ekonomik üstünlüğü ele geçiren ABD 1920'lerde dünya sanayi üretiminin yaklaşık %45'ini gerçekleştiriyordu. Sanayileşmeyle birlikte artan sermaye birikimi bir yandan başka ülkelere kredi şeklinde akıyor, diğer yandan borsaya yönelerek hisse senedi fiyatlarının hızla yükselmesine neden oluyordu. Hatta fiyat artışlarının özendiriciliğiyle Wall Street'teki yatırımcıların çoğu yüksek faizlerle borçlanarak kredili alım yapmaktaydı. Kriz öncesinde hisse senetleri fiyatının sürekli yükseleceği beklentisi binlerce spekülâtörün her an ödenmesi talep edilebilecek kaynaklardan borçlanıp borsaya yatırım yapmasına neden oldu (Avrupa Birliği Gazetesi, 2016).

ABD'de Temmuz 1929'da üretim tepe noktasına ulaştı, mal arzı tüketici talebini aştı, büyümenin sürekli ve kesintisiz devam etmeyeceği beklentisi borsada güven kaybıyla birleşince kriz ufukta görülmeye başlandı. Avrupa fonlarının büyük kısmını barındıran Bank of England'ın iskonto oranlarını yükseltmesi, borçlarını tahsil için hisse senetleri değerinin daha da yükselmesini bekleyen alacaklıların acil ödeme talebinde bulunmasına neden oldu. Wall Street'te başlayan satış dalgası adeta patlamaya hazır hale gelmiş olan hisse senedi fiyatlarını hızla düşürdü. Bu panik havasıyla zaten var olan yapısal sorunlar gün yüzüne çıkmaya başladı. Bankacılık sisteminin kötü altyapısı, tarım aleyhine gittikçe kötüleşen gelir dağılımı, yatırımlarda düşüş, teknolojik gelişmenin sebep olduğu işsizlik artışı, yanlış para politikaları ve devletin ekonomiye müdahale etmemesi gibi farklı yapısal nedenlerin olumsuz etkilerinin birikmesiyle Ekim 1929'da ABD borsası Wall Street çöktü. Piyasada bir denetim mekanizmasının mevcut olmaması, batan bankalara rağmen merkez bankası ve yöneticilerin herhangi bir müdahalede bulunmaması panik havasını daha da arttırdı.

ABD'de biriken sermayenin dış ülkelere ihracı ve borçlu ülkelerin dış ticaretinin yeterince artmaması, bu ülkelerden ABD'ye altın akışına neden oldu, altın rezervlerinin bu şekilde ABD'de toplanması dış ticarete sıkıntılara yol açtı. Birinci Dünya Savaşı ve onun oluşturduğu ekonomik etkiler uluslararası ticaretin bozulmasına, altın para sisteminin geçerliliğini yitirmesine, bu çöküntülerin ardından önce enflasyon, döviz kuru istikrarsızlıkları ve ödemeler bilançosu dengesizliklerinin yaşanmasına, daha sonra deflasyon ve yaygın bir işsizlik ortamına neden oldu (Savaş, 1997: 742). 1929'dan 1933'e kadar olan dönemde ABD nominal GSYİH'si %29 geriledi, fiyatlar %25 düştü, işsizlik %25'e ulaştı, 9000'den fazla banka faaliyetlerini askıya aldı, hatta ABD'nin bazı bölgelerinde takas sistemine geri dönüldü (Eigner & Thomas, 2015: 5). ABD'nin 1920'ler boyunca ana borç veren ülke konumunda

olması, krizle birlikte Amerikan sermayesinin Avrupa'dan kaçması, borçlu ülkelerin ekonomik zayıflığı ile birleşince ABD'de başlayan ekonomik çöküş diğer ülkelere de yayıldı. O zamana kadar akademik dünyada hâkim olan Klasik görüş yaşanan buhranı açıklamakta yetersiz kaldı. Ekonomik çöküşün sebeplerini ortaya koyacak teorik çerçevenin oluşturulması ve buhrandan çıkmaya yönelik pratik önlemlerin alınması iktisadın temel konusu hâline geldi.

3. Keynesgil Para Teorisi ve Politikası

Keynes yaşanan buhranın nedenlerini açıklamak ve çözüm bulmak üzere yepyeni bir makro ekonomik sistem sundu (Hiç M. , 1994: 135). "Genel Teori" adlı eseri kadar dikkat çekici olmasa da, 1930'da yayınlanan "A Treatise on Money" adlı kitabı başlangıçta Klasik iktisatçı kimliğindeki Keynes'in para teorisi ve politikası konusunda Klasik teoriden kopuşunun ilk işaretiydi (Savaş, 1997: 746). Keynes Klasiklerin firma ve birey düzeyindeki mikro analizleri yerine emek, para ve mal piyasalarını ayrı ele alarak ekonomiyi bir bütünlük içinde, makro analiz çerçevesinde inceledi. Klasiklerin her arzın kendi talebini yaratacağı görüşüne karşı çıkararak, ekonomilerde tasarrufların likit hâlde elde tutularak tüketim ve yatırıma dönüşmemesi nedeniyle arz fazlalığı oluşabileceğini, dolayısıyla milli gelir, üretim ve istihdamın temel belirleyicisinin arz değil, yatırım, tüketim ve devlet harcamalarından oluşan efektif talep olduğunu ileri sürdü.

3.1. Keynesgil Sistemde Eksik İstihdam ve Para Teorisi

Keynes'e göre uzun dönemde ekonomiler tam istihdama ulaşmakla birlikte kısa dönemde genel durum eksik istihdam dengesidir. Keynes'in sisteminde Klasiklerin aksine faiz oranı yatırımları tasarruflara eşitleyen otomatik denge değişkeni değildir. Faiz oranı para otoriteleri tarafından belirlenen para arzı ile işlem ve spekülâtif amaçla yapılan para talebi tarafından belirlenir, yatırımların marjinal etkinliği ile birlikte yatırım seviyesini belirler (Hicks, 1980: 125-126). Keynesgil sistemde tüm değişkenler birbirleriyle içsel bir bağlantı içindedir. Dolayısıyla Keynes, Klasik sistemde sadece fiyatlar genel düzeyi ve ekonomik dalgalanmalarla ilgilenen para teorisini istihdam düzeyi ve faiz oranının belirlenmesini de kapsayacak şekilde genişletti.

Keynes'in gerek eksik istihdam dengesinin genel durum olduğu sonucuna ulaşmasında, gerekse önlenmesi üzere önerdiği politikalarda para teorisi ve para politikası ile ilgili görüşleri anahtar konumundadır. Keynes'e göre para sadece işlem ve ihtiyat amacıyla değil, aynı zamanda tahvil fiyatları ile faiz oranı arasındaki ters ilişkiyi yararlanarak daha fazla gelir elde etmek üzere spekülasyon amacıyla da talep edilir. Spekülâtif para talebi gelirle

doğru, faizle ters orantılıdır. Keynes'e göre paranın tek alternatifi tahvildir ve piyasa faiz oranı ekonomik birimlerin normal kabul ettiği faiz oranının altına düştüğünde faizlerin yükseleceği beklentisine giren ekonomik karar birimleri sermaye kaybına uğramamak için tahvil almaktan kaçınır ve tüm gelirlerini para olarak elde tutar. Spekülasyon amacıyla para talebinin devreye girmesiyle para talebi sadece gelirin değil, faizin de bir fonksiyonu olmakta, para talebi düşük faiz oranlarında artmakta, yüksek faiz oranlarında azalmaktadır. Dolayısıyla düşük faiz oranlarında elde tutulmak istenen para arttığı için paranın dolanım hızı düşmektedir (Paya, 1998: 79). Keynes'in, para teorisi analizine spekülasyon amaçlı para talebini dâhil etmesiyle para talebi ve paranın dolanım hızı, faiz oranıyla ters yönde olmak üzere değişken hale gelmekte, böylece Klasik miktar teorisindeki para talebi ve gelir arasındaki, dolayısıyla para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki istikrarlı ilişki kaybolmaktadır (Paya, 1998: 81).

3.2. Keynesgil Sistemde Devletin Ekonomideki Yeri

Keynes'in yaklaşımında devlet tüketim, yatırım ve kamu harcamalarının toplamından oluşan efektif talebin artırılması amacıyla ekonomiye müdahale etmelidir. Klasik iktisatçıların önerdiği ücret düşüşleri yoluyla istihdamın artırılması, ücretler sadece bir maliyet unsuru değil, toplam talebin de kaynağı olduğu için kötü bir politikadır. Durgunluğun önlenmesi için devletin ekonomiye müdahalesi gereklidir. Devlet faiz oranını düşürüp efektif talebi canlandırmak amacıyla para arzını arttırabilir, ancak faizlerin düşebileceği bir alt sınır vardır ve Keynes'in faizlerin düşebileceği en alt nokta olarak tanımladığı likidite tuzağı nedeniyle artan para arzı spekülatif amaçla elde tutulabilir. Likidite tuzağının varlığı nedeniyle para politikası ekonomiyi tam istihdama ulaştırmada etkin bir araç değildir. Bu durumda devlet Klasiklerin denk bütçe iddiasından vazgeçerek bütçe açığı verme pahasına harcamaları arttırmak, vergileri azaltmak suretiyle ekonomiye müdahale etmelidir.

3.3. Keynesgil Para Politikası Uygulamaları

Keynes'in teorik katkılarına dayanan politika önerileri *New Deal* adıyla başkan Roosevelt döneminde ABD'de uygulanmaya başlandı ve buhrandan çıkış için elde edilen başarıyla birlikte Klasik görüşü geri plana iterek 1940'lı ve 1950'li yıllar boyunca akademik ve politik dünyada hâkim görüş olmaya devam etti. Bu yıllarda ABD başta olmak üzere sanayileşmiş ülkelerde yüksek enflasyon yaşanmaksızın milli gelir ve istihdam arttı. Ancak 1960'lı yıllarda gelişmiş ülkelerde işsizlik ve enflasyonun artmaya başlaması, Keynesgil teori ve politikaların akademik ve politik camiada eleştirilmeye başlanmasına, alternatif görüşlerin sesinin yükselmesine neden oldu. Çünkü Keynes'e göre enflasyon tam istihdam sınırının

zorlanmasıyla ortaya çıkan bir durumu ve Keynesgil teori eksik istihdam durumunda ortaya çıkan enflasyonu açıklamakta yetersizdi. Bu ortamda 1958’de, Avustralyalı iktisatçı A.W. Phillips, İngiltere’nin 1861-1957 yıllarına ait işsizlik oranı ve parasal ücretlerdeki değişim oranı verilerini kullanarak kendi adıyla anılan eğriyi literatüre kazandırdı. Phillips parasal ücretlerin artış oranı ile işsizlik oranı arasında ters yönlü ilişki olduğunu gösterdi. Phillips eğrisi bir anlamda tam istihdama kadar fiyatları veri olarak kabul eden ve enflasyonu göz ardı eden Keynesgil teorinin eksikliğini tamamlıyordu. Ancak daha fazla sayıda ülkeyi kapsayan ampirik çalışmalar Phillips’in ileri sürdüğü istikrarlı ilişkinin uzun dönemde geçerli olmadığını, ülkelere özgü Phillips eğrilerinin uzun dönemde sürekli sağa kaydığını, yani belirli bir işsizlik oranını ekonomide kalıcı hâle getirmek için katlanılması gereken enflasyon oranının sürekli artacağını gösterdi. Bu gelişme tam istihdam öncesi gerçekleşen enflasyonu açıklamakta yetersiz kalan Keynesgil görüşün gözden düşmesine ve Keynes karşıtı görüşlerin güçlenmesine neden oldu.

4. Monetarist Para Teorisi ve Politikası

Keynesgil görüşün eleştirildiği dönemde şekillenmeye başlayan Monetarizm 1968’de, Milton Friedman’ın Amerikan Ekonomi Derneği başkanlık konuşmasında “Para Politikasının Rolü” sunumuyla analitik yapısını tamamladı (Laidler, 2013: 9).

4.1. Monetarist Görüşte Beklentilerin Önemi

1960’lı yıllardan önce makroekonomik analizlerde beklentilerin rolü ihmal edilmekteydi. Milton Friedman makroekonomik analize beklentilerin rolünü dâhil ederek işçi ve işverenlerin fiyat artışlarına farklı sürelerde tepki göstermesi nedeniyle Phillips eğrisinin uzun dönemde kayabileceğini öngördü. Phillips eğrisinde uzun dönemde meydana gelen kaymaları uyarlanabilir beklentiler kavramıyla açıklayan Friedman’a göre; işverenler fiyat artışlarının etkilerini derhâl, işçiler ise gecikmeli olarak algılar (Friedman, 1977: 459). Bu da işsizlik ve enflasyon arasında kısa dönemde var olan değiş tokuşun uzun dönemde ortadan kalkmasına yol açar. 1970’li yıllarda pek çok ekonomide yüksek enflasyon ile yüksek işsizlik oranının aynı anda yaşanması, yani stagflasyon sorunu talep yanlı politikalarla işsizlik oranının düşürülebileceği tezinin ve Phillips eğrisinin gözden düşmesine neden oldu (Orhan & Erdoğan, 2002: 170). Friedman’ın Phillips eğrisi analizini enflasyon beklentilerini dâhil ederek genişletmesi, stagflasyonun maliyet ve emtia fiyatlarındaki şok artışlara başvurulmaksızın, yalnızca parasal güçlerin sonucu olarak açıklanmasını mümkün kıldı.

Friedman uzun vadede başka bir işe yaramayacağı savıyla para politikasına sadece fiyat istikrarının sağlanması görevini yükledi (Laidler, 2013: 10).

4.2. Modern Miktar Teorisi ve Uyarlanabilir Beklentilerle Şekillenen Para Teorisi

Friedman, Phillips eğrisindeki kaymalara mikro temel kazandırmakla birlikte, Klasik görüşün miktar teorisini yeniden yorumlayarak canlanmasına ve modern miktar teorisinin geliştirilmesine katkıda bulundu. Friedman'a göre miktar teorisi bir üretim veya fiyat teorisi olmayıp para teorisi olarak ele alınmalıdır. Klasiklerin paranın dolanım hızının sabit olduğu varsayımı bir problemdir ve bir dolanım hızı teorisine ihtiyaç vardır (Savaş, 1997: 875). Sabit bir dolanım hızı yerine istikrarlı bir dolanım hızı fonksiyonu belirlenmelidir. Friedman'ın miktar teorisi ile ilgili varsayımları Keynes'in para politikasına yönelik yorumlarını kabul etmediğini gösterir. Ona göre paranın tek alternatifi tahvil ve hisse senedi gibi sınırlı sayıdaki finansal varlık değildir. Para hem reel, hem de finansal aktiflerle ikame edilebilir. Para arzı arttığında bireyler sadece finansal aktiflere değil, aynı zamanda dayanıklı tüketim malları, bina, arsa gibi reel aktiflere de yönelir. Dolayısıyla para arzı artışlarının finansal aktiflere olan talebi arttırıp faizi düşürme etkisi Keynes'in ileri sürdüğünden daha düşüktür. Para arzı arttığında para talebinin para arzına eşitlenmesi için faiz oranında küçük bir değişimin yeterli olması para arzı artışlarının yatırımları, toplam talebi ve milli geliri çok arttırmaması, para politikasının etkinliğinin düşük olması sonucunu doğurur. Friedman'a göre para arzı artışlarının sadece finansal varlıklara değil, para ile ikame edilebilen reel aktiflere de yönelmesi sadece faiz oranının düşmesine değil, aynı zamanda reel malların fiyatlarının artmasına, artan fiyatlarla birlikte beklentilerin henüz uyarlanmadığı kısa dönemde üretimin yükselmesine neden olabilir. Böylece para arzı artışının etkisi daha geniş bir alana yayılarak hem fiyatların hem de üretimin artmasıyla parasal milli geliri artırabilir, para arzı kısa dönemde etkin bir politika aracı olabilir (Savaş, 1997: 878).

Friedman'ın para talebinin para arzındaki değişikliklere nasıl tepki vereceğini ölçmek üzere kullandığı k değeri, Klasik miktar teorisinin aksine sabit değildir. k ; faiz oranı (finansal aktiflerin getiri oranları), beklenen enflasyon oranı gibi az sayıdaki değişkenin istikrarlı bir fonksiyonudur. Para arzı ile para talebi arasındaki ilişkiyi gösteren k 'nın istikrarlı olması, para arzındaki değişikliklerin fiyatları nasıl etkileyeceğini ölçebilmeyi ve para politikasının etkilerini tahmin edebilmeyi mümkün kılar.

Friedman'a göre para talebinin faiz esnekliği düşüktür ve para politikası göstergesi olarak faiz oranına odaklanmak yanıltıcı olabilir. Faiz oranı yerine para otoritesi tarafından egzojen bir değişken olarak belirlenen para arzı en önemli politika değişkeni ve göstergesidir.

Ancak Friedman para arzı değışikliklerinin reel ekonomi üzerindeki etkilerinin 6 ila 18 aylık bir gecikme ile ortaya çıktığını ifade eder (Friedman, 1967: 4). Bu nedenle Friedman'a göre para politikası ile uzun dönemli istikrarı sağlamak zordur ve ani politika değışikliklerinden kaçınılarak para arzı GSMH artış oranında arttırılmalıdır. Para politikası ekonomik istikrarsızlıkların kaynağı olmamalı, ekonomik karar birimlerinin karar alma süreçleri için istikrarlı ve öngörülebilir bir senaryo sağlamak üzere takdire dayalı değil, açık ve istikrarlı kurallarla yönetilmelidir (Andrada, 2017: 225).

4.3. Monetarist Görüşün Para Politikası Uygulamaları

Friedman'ın para politikasına yönelik önerileri Amerikan Merkez Bankası (FED) tarafından yüksek enflasyonla mücadele edilen 1979'da uygulandı. Bu uygulamada FED geleneksel para politikası aracı olan faiz oranı yerine para arzını etkileyen faktörleri izleyerek para arzının kontrolüne önem verdi (Friedman, 1982: 100). Yeni para politikasıyla birlikte enflasyon düşmeye ve 1980'ler boyunca istikrarlı bir seyir izlemeye başladı. Ancak FED 1990'ların sonundan itibaren para arzı kuralı yerine faiz oranına dayalı geleneksel para politikası uygulamalarına geri döndü.

5. Yeni Klasik Görüş ve Para Politikası

Keynesgil iktisat politikalarının gözden düşmesiyle yükselen bir diğer akım Yeni Klasik görüştür. Yeni Klasik görüşün oluşumunda Muth'un 1960 ve 1961, Phelps'in 1970 ve Lucas'ın 1972 tarihli makaleleri önemli başlangıç noktalarıdır.

5.1. Rasyonel Beklentiler

Muth "Rational Expectations and the Theory of Price Movements" adlı makalesinde makroekonomik modellerde beklentilerin nasıl modelleneceği konusunu ele aldı, ekonomik karar birimlerinin gelecekteki fiyatlara yönelik beklentilerini bilgi ve deneyimlerini rasyonel bir şekilde kullanarak oluşturduklarını savundu. Buna göre karar birimleri geçmiş ve cari dönem verilerini kullanarak geleceğe yönelik beklentilerini oluşturur ve bu tahminleri ekonomik kararlarda kullanır (Colander, 1986: 321). Bu, karar birimlerinin ekonomik değışkenlerin gelecek değerlerini tahmin ederken bilgiyi ve akılcı yaklaşımları kullanabileceği anlamına gelir. Lucas "Expectations and the Neutrality of Money" adlı makalesinde rasyonel beklentiler kavramını geliştirerek makroekonomik analizlerde beklentilerin rolünün daha iyi anlaşılmasını sağladı. Lucas'a göre ekonomik karar birimlerinin ekonomik değışkenlerin değerine yönelik tahminleri birbirinden etkilenir ve bu tahminler ekonomi politikalarının etkileri üzerinde kritik öneme sahiptir. Bu da, ekonomik modellerde beklentilerin statik veya

dış etkilerden bağımsız olarak değil, dinamik bir şekilde ele alınmasını gerektirir. Eksik bilgi nedeniyle tahminlerde hata yapılabilir ancak değişkenlere yönelik tahminler ortalama olarak doğrudur, uyarlanabilir beklentiler hipotezinin aksine tekrarlanan hatalar yapılmaz, sistematik olarak hatalı tahminler elde edilmez, tüm bireyler aynı hataya düşmez (Mccallum, 1989: 143). Rasyonel olarak oluşturulan beklentilere yönelik tahmin hataları sıfır ortalamaya sahip, önceki dönemlerde yapılan tahmin hatalarıyla ilişkisiz ve en düşük varyansa sahiptir. Bu çalışmalara Robert Barro, Thomas Sargent, Neil Wallace, Finn Kydland, Edward Prescott gibi ünlü iktisatçıların katkıları eklenince Hoover'ın ifadesiyle yeni bir Klasik devrim ortaya çıktı (Snowdon, 2020: 2).

5.2. Ücret-Fiyat Esnekliği ve Lucas'ın Sürpriz Arz Fonksiyonu

Yeni Klasik görüş rasyonel beklentilerle birlikte, esnek ücret-fiyatlar altında sürekli piyasa dengesi, Lucas'ın sürpriz arz fonksiyonu olmak üzere üç temel analiz üzerine inşa edilir. 1970'lerde Yeni Klasik iktisatçılar işsizliğin maliyetinden kaçınmak üzere ücretleri daha esnek hale getirmenin bir yolunun bulunabileceğini düşünmeye ve Keynes'in sistemini ücret katılığı varsayımının makul mikro temelleri olmadığı iddiasıyla eleştirmeye başladı (Begg, Fischer, & Dornbusch, 1996: 670). Yeni Klasik görüşü Keynesgil görüşten ayıran ve en tartışmalı olan varsayım ücret ve fiyat esnekliğidir (Snowdon, 2020: 6). Keynesgil sistemde kısa dönemde ücret ve fiyat ayarlamalarının yavaş olması nedeniyle piyasalar temizlenemez ve sürekli piyasa dengesi sağlanamaz.

Yeni Klasik görüşün üçüncü varsayımı Lucas'ın sürpriz arz fonksiyonu özellikle para politikası üzerine odaklanır ve beklenmeyen fiyatlar genel düzeyi değişikliklerinin önemini vurgular. Lucas'a göre ekonomik karar birimleri kendi mal ve hizmetlerinin cari dönemdeki fiyatını bilir, ancak piyasadaki diğer mal ve hizmetlerin fiyatları hakkındaki bilgiyi gecikmeli olarak edinir. Bu nedenle mutlak ve nispi fiyat değişiklikleri arasındaki farkın ayırt edilmesi zaman gerektirir. Fayda ve kâr maksimizasyonu amacıyla olan rasyonel birimler, sadece kendi ücret ve fiyatlarındaki reel artış karşısında mal, hizmet veya emek arzını arttırır. Piyasalardaki bütün mal ve hizmetlerin fiyatına yönelik genel bir fiyat artışı sadece nominal fiyatları değiştirir, nispi fiyatlarda bir değişiklik yaratmaz ve herhangi bir pozitif arz tepkisi gerektirmez (Lucas, 1972: 114). Lucas'a göre fiyatlar genel düzeyi değişkenliğinin yüksek olduğu ekonomilerde karar birimlerinin fiyat değişikliklerinin nispi mi yoksa mutlak mı olduğunu anlaması zorlaşır ve fiyat değişikliklerine verilecek arz tepkisi küçük olur. Reel üretim sadece gerçekleşen fiyat seviyesi beklenen fiyat seviyesinden farklı olduğunda doğal düzeyinden sapabilir, reel gelir düzeyi sadece fiyatlar genel düzeyi beklenenden daha yüksek

gerçekleştiğinde artabilir. Bu tür fiyat sürprizleri söz konusu olmadığında üretim doğal düzeyinde sabit kalır. Klasik dikotomi sadece nominal değişken olan fiyatlar genel düzeyi ani ve beklenmedik bir şekilde değiştiğinde bozulur ve tüm ekonomik birimlerin aynı yanılgıya düşmesiyle reel değişkenler olan üretim ve istihdam artar. Fakat fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen şok niteliğindeki değişikliklerin reel etkisi geçicidir. Karar birimleri nispi olduğunu düşündükleri fiyat değişikliklerinin aslında mutlak fiyat artışı olduğunu anladıklarında üretim ve istihdam yeniden uzun dönem doğal denge düzeyine geri döner.

Yeni Klasik iktisatçılar rasyonel beklentiler ve ücret-fiyat esnekliği varsayımlarını Phillips eğrisi analizine uyguladı ve tıpkı Klasik görüşte olduğu gibi paranın yansızlığı sonucuna ulaştı. Friedman ve Lucas'a göre Keynesgil Phillips eğrisi analizinde nominal değişken olan enflasyon oranının reel değişken olan işsizlik oranını etkilemesi klasik dikotomi ile bağdaşmaz. Friedman Phillips eğrisi analizinin mikro temelinde nominal ücret yerine reel ücretlerin kullanılması gerektiğini belirtir. Yeni Klasiklere göre buna ilaveten uyarlanabilir beklentiler varsayımı tatmin edici değildir, uyarlanabilir beklentiler geçmiş dönem verilerinden hareketle oluşturulur ve cari dönem verileri kullanılmaz. Değişkenlerin gelecek dönemdeki değerine yönelik tahminler geçmiş dönem tahminlerinin revize edilmiş hâlidir (Chrystal & Simon, 1994: 61). Ücret ve fiyatların tam esnekliği varsayımı altında bireylerin geçmiş ve cari dönem enflasyon oranlarını hesaba katarak gelecek dönem enflasyon tahminlerini belirlemesi kısa dönemde dahi Phillips ilişkisinin varlığını ortadan kaldırır.

5.3. Yeni Klasik Görüşte Kısa Dönemde Dahi Para Politikasının Etkinsizliği

Yukarıdaki varsayımlar doğrultusunda Yeni Klasik görüş para politikasının etkinsizliği sonucuna ulaşır (Sargent & Wallace, 1975: 241). Fiyat istikrarının hâkim olduğu ekonomilerde sadece nispi fiyatlarla ilgili yanılgıya sebep olabilen, şok niteliğindeki para politikaları kısa süreli reel etkiler doğurabilir. Yüksek enflasyona alışkın ülkelerde ise para politikasının reel değişkenler üzerinde ciddi etkilerinin olması mümkün değildir (Lucas, 1973: 333). İstikrarlı bir para politikası reel gelirdeki istikrarsızlıkları ortadan kaldırabilir. Doğal işsizlik oranını en düşük enflasyon oranı ile sürdürmenin tek yolu; takdire dayalı politikalardan vazgeçerek kurala dayalı politikaların uygulanmasıdır ve inandırıcılığı yüksek merkez bankaları önceden ilan edilen kurala dayalı politikalarla enflasyonu kontrol altında tutabilir. Politika yapımcıların mevcut durumu gözetenek belirledikleri takdire dayalı politikalar sosyal faydayı maksimize edemez (Kydland & Prescott, 1977: 474-475).

6. Yeni Keynesgil Görüş ve Para Politikası

Yeni Keynesgil ekonomi; Yeni Klasik iktisatçıların Keynesgil makroekonomiye yönelik eleştirilerine yanıt olarak Keynes'in 1930'lu yıllarda ortaya atmış olduğu temel ilkelere bağlı kalınarak geliştirilen, Keynesgil makroekonomik analizi sağlam mikro yaklaşımlarla güçlendirmeye çalışan modern bir ekonomik yaklaşımdır. Yeni Keynesgiller çok geniş yaklaşımları içeren büyük bir grup olmakla beraber Walrasçı genel denge geleneğine karşı olan, makroekonomik sorunları serbest piyasa sistemindeki aksaklıklara bağlayan, gerçek hayatta piyasa düzeninin dengeden çok dengesizliğe eğilimli olduğuna inanan iktisatçıları kapsar.

6.1. Eksik Rekabet Piyasalar ve Ücret-Fiyat Esneksizlikleri

Walrasçı genel denge analizinde bütün piyasalar dengededir, bir piyasada arz fazlalığı ancak başka bir piyasada talep eksikliği varsa söz konusu olabilir ve serbest piyasa kısa sürede fazlalık ve açığı dengeler. Böyle bir ekonomide gayri iradi işsizlik gibi sorunlar mümkün değildir. Keynes, gayri iradi işsizliği ücretlerin emek arzı fazlalığını ortadan kaldırmak üzere yeterli hızla uyum sağlayamamasına bağlar. Ancak Yeni Klasiklere göre, Keynesgil iktisatçılar gayri iradi işsizlerin ücretlerin düşmesi yönünde gereken hızla tepki oluşturamamasını rasyonel davranışlarla açıklayamaz. Bu eleştiriler karşısında Keynes'e bağlı iktisatçılar makroekonomik sorunları mikro temellerle açıklamak üzere yeni mikro yaklaşımlar geliştirmeye başladı. Yeni Keynesgillere göre, makroekonomik sorunların açıklanmasında en önemli unsur rasyonel beklentilerden ziyade tam rekabette sapan piyasalar ile ücret ve fiyat esneksizlikleridir. Taylor ve Fischer, Keynesgil sistemde olmamasına ve ekonometrik çalışmalarla doğrulanmamasına rağmen stratejik olarak rasyonel beklentilerle çalışan, ancak ücret ve fiyat katılığına dayanan modellerinde efektif talep eksikliğine dayanan gönülsüz işsizliğin var olabileceğini gösterir (Hiç Ö. , 2019: 1029).

Yeni Klasik görüşün yıldızının parladığı 1980'li yıllarda, Yeni Keynesgiller emek piyasasında var olan sürekli işsizliği, işsizlik oranındaki dalgalanmaları, yatırıma dönüşmeyen tasarrufları, makroekonomik değişkenlerin değerinde dalgalanmalara neden olan talep bozulmalarını mikro temellerle açıklama çabasına girdi (Greenwald & Stiglitz, 1987: 121). 1970'li yıllarda petrol fiyatlarındaki artıştan kaynaklanan stagflasyonu açıklamak üzere bazı Keynesgiller daha önceki analizlerde ihmal edilen arz kaynaklı sorunlara değindi (Snowdon, Vane, & Wynarczyk, 1994: 134). Başlıca Keynesgil iktisatçılara göre özellikle arz şoklarının Keynesgil modellere eklenmesinden sonra Keynes'in analizinin gözden düşmesinin sebebi ampirik bulgular değil, teoride tam olarak açıklanamayan hususlardı (Ball, et al., 1988: 2).

Vurguladıkları temel konu piyasa sisteminin eksiklikleri, sermaye ve emeğin eksik istihdamına neden olan davranışlardı.

Yeni Keynesgillere göre üretim ve istihdamdaki dalgalanmaların nedeni nominal toplam talep dalgalanmalarıdır ve nominal şokların önemli olmasının temel nedeni nominal ücret ve fiyatların esnek olmamasıdır. Nominal fiyatlar sabitken nominal para arzında bir artış reel toplam talepte ve dolayısıyla reel üretimde birinci dereceden bir artışa yol açar (Ball, et al., 1988: 4). Nitekim ABD ekonomisinde 1982’de yaşanan durgunluğun sebebi sıkı para politikasından kaynaklanan yavaş nominal toplam talep büyümesidir (Ball, et al., 1988: 5).

6.2. Yeni Keynesgil Görüşün Mikro Temelleri

1980’li yıllardan itibaren Yeni Keynesgiller emek, mal ve para piyasalarındaki dengesizlik durumlarını optimizasyon ilkeleriyle uyumlu rasyonel davranışlar çerçevesinde açıklamaya yönelik modeller kurdu. Emek piyasasındaki nominal ücret katılıklarını açıklamak üzere; uzun dönemli ücret sözleşmeleri, sözleşmelerin farklı zamanlarda yapılması, gizli sözleşmeler, etkin ücret, mal piyasasındaki nominal fiyat katılıklarını açıklamaya yönelik; menü maliyetleri, fiyatların eş anlı belirlenmemesi, para ve sermaye piyasalarına yönelik aksaklıkları açıklamak üzere; kredi tayinlaması, asimetrik bilgi gibi yaklaşımları benimsediler. Emek piyasasına yönelik yaklaşımlar; işsizlerin çalışmamayı düşük ücrete tercih etmelerinin, işverenlerin talepteki daralmaya rağmen işçi çıkarmamasının ve ücretlerde kesintiye gitmemesinin nedenlerini sosyolojik faktörleri de göz önünde bulundurarak açıklar. Mal piyasasına yönelik yaklaşımlarda eksik rekabet ortamından yola çıkan Yeni Keynesgiller, toplam talepteki değişiklikler karşısında firmaların neden hemen fiyatları değiştirmediklerini optimizasyon ilkeleriyle uyumlu olarak açıklar.

George A. Akerlof ve Janet Yellen eksik rekabet piyasalarda bireysel fiyat ve ücret ayarlamalarının gerçekleştiğini, böyle bir ortamda karar birimlerinin fiyat değiştirmenin çok küçük maliyetlerinden kaçınmak amacıyla sub-optimal davranabileceğini belirtir. Maksimizasyon ilkeleriyle birebir uyuşmayan, fakat bireylerin fiyat değiştirmenin maliyetlerinden daha küçük maliyetlere katlanmasını sağlayan sub-optimal davranış rasyonele yakın bir davranıştır (Akerlof & Yellen, 1985: 45). Sub-optimal davranan, ücret ve fiyat ayarlamaları yavaş olan firmalar optimizasyon ilkelerine uygun davrandıkları duruma nispetle küçük bir kâr kaybı yaşayabilir. Tembel ücret ve fiyat belirleme davranışı firmalara ikinci dereceden zarar yüklemesine rağmen üretim ve istihdamda kendisinden daha büyük, birinci dereceden dalgalanmalara yol açabilir. Bu durumda aktif iktisat politikaları üretim ve

istihdamda birinci derecede sonuçlar üretebilir. Sonuç olarak para politikasındaki değişiklikler önceden beklense bile üretim ve istihdam dengesinde değişikliklere neden olabilir, nominal fiyatlar sabitken nominal para arzındaki bir artış reel toplam talepte ve dolayısıyla reel üretimde birinci dereceden bir artışa yol açabilir (Ball, et al., 1988: 66).

6.3. Yeni Keynesgil Etkin Para Politikası

Yeni Keynesgiller finansal piyasalara yönelik geliştirdikleri yaklaşımlarda para piyasasındaki dengesizlik durumunu rasyonel davranış ilkeleriyle açıklar ve para politikasının etkinliği sonucuna ulaşır. Keynes yatırım maliyetlerinin önemine vurgu yaparken Yeni Keynesgiller maliyetlerden ziyade kredilerin temin edilebilmesine, yani fon arzının önemine vurgu yapar ve bu yaklaşımlar kredi tayınlanması başlığıyla ele alınır (Paya, 1998: 358). Kredi tayınlanması yaklaşımına göre kredilerin temin edilmesinde faiz oranı yanında fon arzı belirleyicidir. Belirsizlik ve risk ortamında finansal kurumlar riskli gördükleri kredi taleplerini fon arzını fon talebine eşitleyen faiz oranından karşılamak istemeyip geri çevirmeyi tercih edebilir. Bu durumda kredi talebinde bulunan birimler fon sıkıntısı yaşayabilir, ancak merkez bankası bankaların fon imkânını arttırarak fon arz ve talebini doğrudan etkileyebilir. Bununla birlikte en riskli yatırım projelerine sahip karar birimleri, fon talepleri karşılığında en yüksek faiz oranını ödemeye istekli olanlardır. Piyasa faiz oranları fon arzının azalması veya kredi talebinin artması gibi nedenlerle yükseldiğinde kredi riski en düşük olanlar kredi almaktan vazgeçebilir, kredi riski yüksek olanlar ise yüksek faize rağmen hâlâ borçlanmak isteyebilir. Bu durumda oluşan olumsuz seçim nedeniyle finansal kurumlar yüksek riskli müşterilerine kredi vermekten vazgeçebilir. Kredilerde meydana gelen düşüş yatırımlarda, üretim ve istihdamda ciddi düşüslere neden olabilir (Mishkin, 2004: 189).

Finansal piyasalarda tam rekabet koşullarına aykırı ikinci durum asimetrik bilgi problemidir. Asimetrik bilgi işlem öncesinde ters seçim, işlem sonrasında ahlaki tehlike olmak üzere iki soruna yol açar (Mishkin, 2004: 190). Tarafların asimetrik bilgi, yani gerçekler hakkında farklı düzeyde bilgi sahibi olmaları durumunda finansal piyasalarda fiyat indirimine razı olmayan kaliteli menkul kıymetler yerine, fiyat indirimine razı olan daha düşük kaliteli menkul kıymetlerin işlem görme olasılığı artar. Bu durumda finansal durumu nispeten daha iyi olan firmalar açısından menkul kıymet ihracı önemli bir finansal kaynak olmaktan çıkar. Fon kaynaklarından düşük kaliteli menkul kıymet ihraç edenlerin yararlanması ahlaki tehlikeyi arttırır. Değeri daha düşük firmalar başarısız yatırım durumunda daha az kaybedecekleri için riskli yatırımlara daha eğilimlidir. Ahlaki tehlikedeki artış kredi vermenin daha az çekici hâle gelmesine ve azalmasına neden olur. Para otoritesinin para

arzını arttırması firmaların net değerini yükselterek ahlaki riski azaltabilir, yatırım ve üretimi teşvik edebilir (Paya, 1998: 362).

Yeni Keynesgiller ekonominin genel dengesi konusunda farklı görüşlere sahiptir. Bir kısmı uzun dönemde doğal işsizlik oranında dengeye gelineceğini ve dik bir uzun dönemli Phillips eğrisinin varlığını kabul eder, ancak bunu Monetarist görüşte olduğu gibi beklentilerdeki yanılgılara değil, ücret ve fiyatların esnek olmamasına bağlar (Mankiw, 1992: 221). İşsizlikte histeresiz etkisini yani doğal orandan meydana gelen sapmaların doğal oran seviyesini de etkileyeceğini kabul eden Yeni Keynesgiller ise uzun dönemde dahi doğal orandan sapmaların gerçekleşebileceğini, talep değişikliklerinin kalıcı etkilerinin olabileceğini düşünür. Fakat tüm Yeni Keynesgiller kısa dönemde aktif iktisat politikalarından yanadır (Mankiw, 1988: 7-14). Onlara göre Monetaristlerin kurala dayalı para politikası sadece paranın dolanım hızı sabit olduğunda toplam talebi dengeleyebilir, ancak paranın dolanım hızı istikrarsız olabilir ve bu durumda para arzının değişmesi gerekebilir. Yeni Klasiklerden farklı olarak beklenen para politikaları dahi üretim ve istihdamı etkileyebilir (Orhan & Erdoğan, 2002: 211-212).

7. Yeni Uzlaşa Temelli Para Politikası

7.1. Go-Stop Para Politikası ve Artan Enflasyonist Baskılar

1970'lerde para politikası uygulamalarında karmaşa hâkimdi ve bunda FED gibi önde gelen merkez bankalarının uyguladıkları "go-stop" politikalar etkiliydi. "Go-stop" para politikası FED Başkan Arthur Burns döneminde uygulanan, düşük enflasyonun hedeflendiği, ancak istihdamın zayıfladığı veya tam tersinin geçerli olduğu durumda yön değiştiren para politikalarıdır (Lubik, Matthes, & Sublik, 2016: 1). Politika döngüsünün "go" evresinde yani emek ve mal piyasalarında daralmanın olduğu dönemlerde FED istihdamı teşvik etmek üzere genişletici para politikası uyguladı, halk yükselen enflasyondan endişelenmeye başladığında, "stop" devresi başlatılarak agresif bir faiz politikasıyla enflasyon düşürülmeye çalışıldı. İşsizlik oranı yükselmeye başlayıp faiz oranının artırılmasına yönelik halk desteği kaybolduğunda ise daha yüksek bir enflasyon oranını tersine çevirmek için "stop" devresine geçildi. Birbirini takip eden "go-stop" politikalarının ardından, mal ve emek piyasalarının daraldığı politika döngüsünün "go" evresinde, ücret ve fiyat belirleyiciler zamanla enflasyonist taleplerde bulunarak bu durumdan yararlanmayı öğrendi. Nihayetinde istihdamı teşvik amacıyla uygulanan genişletici para politikaları etkisiz hâle gelmeye başladı ve merkez bankalarının işsizliği düşürmek üzere para politikalarını daha da gevşetmesiyle enflasyonist

baskılar devam etti (Goodfriend, 2007: 48-49). Merkez bankalarının sadece enflasyon halk tarafından endişe verici düzeye geldiğinde sıkılaştırıcı önlemler alması, “go” evresinde proaktif¹ tedbirler almayı ihmal etmesi beklenmeyen sonuçlara yol açtı, kredi verenler tahvil faizlerinde giderek daha yüksek enflasyon primleri talep etmeye başladı. Bu durum tahvil faizlerinin artmasına ve geniş dalgalanmalara neden oldu. Enflasyon ve üretimde artan dalgalanmalar 1970’li yıllarda para politikasının makul bir işsizlik maliyetiyle enflasyonu azaltabileceğine yönelik güveni zayıflattı.

ABD’nin enflasyonist “go-stop” politikaları doların altınayla değiştirilebilirliği ile uyumsuzdu (Goodfriend, 2007: 49). 1971 ve 1973’de başlıca para birimleri dolar karşısında kalıcı dalgalanmaya geçti ve sonunda ABD doları altına bağlılığını sona erdirdi. Farklı ülkeler, farklı aşamalarda sistemden ayrıldı (Nelson, 2011: 14). Bretton Woods ile kurulan sabit döviz kuru rejiminin çökmesiyle artık uluslararası ticaret ve sermaye akımlarında yeni sıkıntılar oluşmaya, dünya genelinde ulusal para birimlerindeki dalgalanmalar ve küresel finansal piyasalarda belirsizlik artmaya başladı. Bretton Woods’un çöküşüyle birlikte para arzı oluşturmanın herhangi bir maden veya para birimine bağlı olmaksızın resmi bir kısıtlamaya tabi olmaktan çıkması, enflasyonla mücadelede para politikasına ve döviz kuru düzenlemelerine yeni zorluklar getirdi.

7.2. Merkez Bankası Güvenilirliği ve Para Politikası

1970’li yılların karmaşa ortamında Klasik görüşe bağlı iktisatçılar para politikası ile enflasyonun kontrol edilebileceğine, Keynesgil iktisatçılar ise, mali açıklar, emtia fiyat şokları, enflasyon beklentileri, iş sendikaları veya monopolist rekabetçi firmalar gibi faktörlerin enflasyonu belirlediğine ve para politikasının enflasyonla mücadele gücünün sınırlı olduğuna inanıyordu. Merkez bankasının güvenilirliği ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi tartışmaların odak noktası hâline gelmeye başladı (Bordo & Siklos, 2015: 9-10). Daha önce uygulanan para politikalarının neticesi, beklentilerin enflasyonist politikaların etkinliği konusundaki önemini açığa çıkardı. Merkez bankaları güvenilir bir şekilde düşük enflasyon hedefini sürdürebilir ve karar birimlerinde gelecekte enflasyonun düşük ve istikrarlı olacağı beklentisi oluşturabilirse, fiyat ve ücretler enflasyonla mücadeleye destek verecek şekilde belirlenebilir. Ters durumda, merkez bankaları piyasalarda güven oluşturamaz ve enflasyon

¹Reaktif politika, ekonomideki sorunlar belirdiğinde müdahale eder ve tepki verirken, proaktif politika sorunları önceden tahmin etmeye çalışır ve önleyici tedbirler alır. Proaktif politika, krizlerin veya sorunların ortaya çıkmasını beklemek yerine, olası sorunları önceden tahmin edip planlar yapmayı ve gerektiğinde hızla müdahale etmeyi içerir. Bu nedenle proaktif politika, istikrarı sağlama ve ekonomik riskleri minimize etme açısından daha etkili bir strateji olarak görülmektedir.

hedefleri inandırıcı olmazsa, karar birimleri gelecekte yüksek enflasyon beklentisiyle enflasyon sürecini hızlandıran fiyat ve ücret davranışları sergiler.

7.3. Yeni Uzlaşa Temelli Para Politikası Tecrübesi

FED'in sıkı para politikasını enflasyonu düşürmek üzere kısa süreli uygulaması ve hemen ardından düşen istihdam ve GSYİH'yi artırmak üzere gevşetmesi enflasyonla mücadeleyi başarısız kılıyordu. Yaşanan tecrübeyle 1981-1982'de FED resesyona rağmen sıkı para politikasını kararlılıkla uygulamaya devam etti, 1984 verileri FED'in tarihinde ilk kez resesyona yol açmadan faiz oranını başarıyla kullandığını gösteriyordu (Goodfriend, 2007: 53). Volcker yönetimindeki FED'in enflasyonla mücadele politikaları Yeni Uzlaşa temelli para politikasının 3 temel ilkesini ortaya koymaktaydı (Goodfriend, 2007: 53-54):

-Ücret, fiyat, kredi kontrolleri ve destekleyici maliye politikası olmaksızın tek başına para politikası ile istihdam ve üretimde Keynesgil iktisatçıların ileri sürdüklerinden daha düşük bir azalma ile enflasyon kalıcı olarak düşürülebilir.

-Karar birimlerinin enflasyon korkuları ile zaman zaman sınınsa ve kırılğan olsa bile, kararlı ve bağımsız bir merkez bankası hükümetten kurumsal bir yetki olmaksızın enflasyonla mücadele konusunda güvenilirlik kazanabilir.

-Zamanında, hızlı, güçlü ve etkili bir şekilde uygulanan faiz artırımları enflasyon beklentilerini azaltabilir, resesyona yol açmadan enflasyonun yeniden yükselmesini önleyebilir.

1987-2005 döneminde FED başkanı Alan Greenspan Yeni Uzlaşa politikalarını geliştirerek uygulamaya devam etti. Bu dönemde FED enflasyon için açık bir hedef ilan etmedi, bir nevi örtük enflasyon hedeflemesi uygulayan Greenspan arzulanan enflasyonu; "ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde etkili olmayacak kadar düşük bir oran" olarak tanımladı (Greenspan, 1990: 6). 1994'te FED daha önce gizli olarak yürüttüğü faiz oranı hedefini açıklamaya ve bunu kamuoyuyla paylaşmaya karar verdi.

FED'in para politikasının kararlılık ve güvenilirlik temelinde, düşük enflasyonun düşük işsizlik ve durgunlukla sürdürülebileceğine yönelik tecrübesi, diğer ülkelerde de benzer para politikalarının izlenmesine neden oldu. Enflasyonun düşük ve istikrarlı bir seviyede tutulmasının üretim ve istihdamın da istikrarına katkı sağlayacağı düşüncesiyle pek çok ülke enflasyon hedefleri belirlemeye başladı (Goodfriend, 2007: 55). Merkez bankaları Taylor kuralı çerçevesinde enflasyon beklentileri ve hedeflenen enflasyon oranını dikkate alarak kısa

dönemli politika faizi niyetini açıklamaya başladı. Bir çeşit dolaylı altın para sistemi olan Bretton Woods para sisteminin çökmesi ve uluslararası sermaye hareketlerinin artmasıyla para arzının ve döviz kurunun kontrolü zorlaştı, para arzı veya döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasının gözden düşmesiyle açık veya örtülü enflasyon hedefleri yaygın hâle geldi.

Yeni Uzlaşma temelli para politikalarında merkez bankalarının şeffaflığı ve güvenilirliği para politikasının resesyona mücadele etkinliğini artırır. Karar birimleri enflasyon hedefine ulaşma konusundaki kararlılığa inanırsa gelecekteki enflasyon beklentileri bu doğrultuda şekillenir. Bu amaçla merkez bankaları açık bir sayısal enflasyon hedefi ilan etmeli, faiz oranı ve para politikası hakkındaki planlarını kamuoyu ile paylaşmalı ve fiili enflasyon sonuçlarını yönetmelidir (King, 2004: 13-14).

8. 2008 Finansal Krizi Sonrasında Para Politikası

Kriz öncesinde neredeyse tüm merkez bankalarında düşünceye yön veren akım Yeni Uzlaşma temelliydi. Hâkim görüşe göre; enflasyon parasal bir olgudur, merkez bankaları enflasyonu kontrol etme yeteneğine sahiptir, uzun vadede para politikası ile daha yüksek bir enflasyon oranı hedeflenerek işsizlik oranı düşürülmeye çalışılmamalıdır. Geleceğe yönelik beklentiler para politikasının yönetiminde merkezi öneme sahiptir, belirlenen politika hedefleri ile izlenen politika eylemleri uyumlu olmalıdır (zaman tutarsızlığı sorunu), merkez bankalarının bağımsızlığı aşırı genişletici siyasi baskılara karşı direncini ve makroekonomik performansı artırır, nominal bir çapaya bağlılık fiyat ve çıktı istikrarını destekler, Taylor prensibi fiyat istikrarı için önemlidir (Mishkin, 2017: 253).

Para politikası uygulamasında rehber olarak kullanılan Taylor prensibi ekonomik göstergelere dayalı olarak politika faizi düzeyini belirlemeye odaklanır. Politika faiz oranı; fiili enflasyon ile hedeflenen enflasyon oranı arasındaki farkı (enflasyon açığı), fiili üretim ile potansiyel üretim arasındaki farkı (çıkıtı açığı) verilen ağırlık değerlerine göre minimuma indirecek seviyede ayarlanmalıdır (Özatay, 2012: 2). Kısa vadede değişmesi muhtemel olmayan potansiyel üretim düzeyi ve belirlenen enflasyon hedefi veri olarak alındığında, merkez bankasının hedefine ulaşabilmesi için kısa vadeli faiz oranını enflasyon ve üretimi arzulan seviyeye ulaştıracak seviyede belirlemesi gerekir. İktisat teorisine göre reel faiz oranı ile üretim seviyesi arasındaki ilişki talep vasıtasıyla kurulur. Reel faiz oranı artınca (azalınca) tüketim ve yatırım harcamalarının azalmasıyla (artmasıyla) toplam talep azalır (artar) ve üretim düşer. Yurt içi talebin diğer belirleyicileri ithalat ve ihracat ile faiz oranı arasındaki ilişki ise reel döviz kuru vasıtasıyla kurulur. Yurt içinde faiz oranı diğer ülkelere

nispeten yükselirse yabancı sermaye girişi nedeniyle döviz bollaşır, ulusal para değer kazanır, ithalat artar, ihracat azalır ve yurt içinde üretilen mallara olan talebin azalmasıyla üretim azalır. Sonuçta merkez bankaları enflasyon ve enflasyon beklentileri değişmediği sürece kısa vadeli politika faizini belirleyerek reel faizi ve kısa dönemli reel faiz yoluyla daha uzun vadeli faizleri belirleyebilir ve böylece fiyat ve üretim istikrarını sağlayabilir (Özatay, 2012: 3).

8.1. Finansal Kriz Ortamının Oluşması

1980'lerin ortalarından 2008 küresel krizine kadar uygulanan politikalar sayesinde küresel ölçekte ekonomik istikrar nispeten sağlandı ve dünya ekonomisindeki performans "büyük ılımlılık" (great moderation) tabiriyle ifade edildi (Yellen, 2011: 4). ABD'nin 1992'de düşük ve orta gelirli halkın ev sahibi olması için başlattığı borç verme politikası, 2001'de durgunlukla mücadele için faizlerin düşürülmesi kredi taleplerinde ve konut fiyatlarında ciddi artışlara yol açarak finansal çöküşün başlangıç noktası hâline dönüştü (Bartmann, 2016: 3-4). İnsanlar ihtiyaç yanında düşük faizden yararlanmak amacıyla konut satın almaya başladı. Konut kredisi alıcılarının maksimum noktaya ulaşmasından sonra ABD bankalarının daha fazla menkul kıymet ihraç etmek üzere gelir ve istihdam kanıtı olmayan, kredi riski yüksek müşterilere verdikleri yüksek faizli ipotek kredileri arttı. Genişleyen ve kolaylaşan krediler neticesinde 2006'da konut fiyatları zirveye ulaştı ve FED'in faiz oranını %5.25'e çıkarması, özellikle esnek faiz ile borçlananların temerrüde düşmesini hızlandırdı. Konutlar ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç eden veya satan bankalarla yatırımcıların mülkiyetine geçmeye başladı, konut arzının konut talebini aşmasıyla konut fiyatları balonu patladı ve fiyatlar hızla düşüşe geçti. 2007'de konut piyasasındaki düşüş durdurulamaz hale geldi, artık ipoteye dayalı krediyi ödemek, konutu satın almaktan daha pahalıydı (Bartmann, 2016: 5).

8.2. Finansal İstikrarın Önemi ve Yeni Politika Arayışları

ABD'de Eylül 2008'de Lehman Brothers bankerlik şirketinin batmasıyla derinleşen kriz, para politikasının tek amacının fiyat istikrarı olduğu ve bu amaca ulaşmak için kısa dönemli faiz oranının yeterli olabileceği konusundaki fikir birliğini tartışmaya açtı (Blinder, Ehrmann, Haan, & Jansen, 2017: 713). ABD'de kredi ve faiz politikaları, emlak krizi ve konut balonu, yatırım bankaları ve kredi değerlendirme kuruluşları arasındaki ilişki, finansal piyasalara yönelik düzenleyici kuralların eksikliği, en büyük sigorta şirketi AIG'nin yanlış uygulamaları finansal kriz ortamını hazırlayan temel nedenlerdi (Bartmann, 2016: 3-9). Krizle birlikte büyüme oranları düştü, işsizlik arttı, kamu bütçesinde bozulmalar yaşandı, banka ve

finans kuruluşlarının bilançolarında gayrimenkullerle ilgili varlıkların değeri çöktü. Kısa sürede küresel boyuta ulaşan kriz fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlamaya yeterli olmadığını, finansal krizlerin maliyetinin tahmin edilenden çok daha büyük olabileceğini, finans sektörünün denetimsiz ve kuralsız yapısının reel ekonomi üzerinde çok ciddi etkiler doğurabileceğini göstererek yeni politika arayışlarına yol açtı (TCMB, 2014: 2). Pek çok ülkede para politikasını desteklemek, finansal istikrarı sağlamak üzere geleneksel olmayan politika araçları kullanılmaya başlandı. Nitekim merkez bankaları tek araç kullanarak çok sayıda ekonomik değişkeni kontrol altında tutamaz ve fiyat istikrarı için uygun olan faiz oranı finansal istikrara zarar verebilir. Verimlilik artışlarıyla desteklenen hızlı büyüme dönemlerinde düşük faiz oranları enflasyonu kontrol altında tutmaya yeterli olabilirken finansal risklerin birikmesine neden olabilir (Kara & Başçı, 2011: 3). Bununla birlikte krizden çıkış için FED'in faiz oranını düşürmesi sıfır alt limit sorununun yaşanmasına, geleneksel para politikası araçlarının etkisiz kalmasına neden oldu (IMF, 2013: 7-8). Tek hedef ve tek politika aracına duyulan güvenin azalmasıyla birlikte aşırı kredi genişlemesine bağlı varlık fiyatı balonları ve kredi riski değerlendirmelerinin hatalı yapılması başta olmak üzere, finansal sistemde yaşanan sorunların reel ekonomi üzerindeki etkilerini minimuma indirmek üzere proaktif önlem ve düzenlemeler önem kazandı.

8.3. Makro İhtiyati Politikalara Geçiş

Finansal hizmetlerdeki kesintiden dolayı reel ekonomik değişkenlerde meydana gelen dalgalanmayı minimuma indirmek üzere, finansal sistemin bir bütün olarak etkili çalışmasını sağlamak amacıyla risklerin tespit edilmesi ve önlenmesine yönelik politikalara *makro ihtiyati politikalar* adı verilmektedir (IMF, 2011: 7). Pek çok ülke, kendi ekonomik koşullarına uygun, çoğunluğu ihtiyari olan, ancak aynı zamanda mali, para, döviz ve hatta idari tedbirlerin de dâhil olduğu kamu politikalarına ait araçlar kullandı. Kullanılan makro ihtiyati araçlar genellikle 4 ana kategorideki sistemik riskleri kontrol etmek amacındaydı (IMF, 2011: 9).

-Güçlü kredi büyümesi ve krediye dayalı varlık fiyatları enflasyonunun oluşturduğu riskler.

-Aşırı kaldıraç ve bunun sonucunda meydana gelen borç azaltma kaynaklı riskler. İşletmelerin borç/öz sermaye oranının yüksek olması ve bu durumdaki birçok işletmenin aynı anda borçlarını azaltmaya çalışması likidite sıkıntısına ve varlık fiyatlarının düşmesine yol açarak finansal sistemin genelinde risk oluşturabilir.

-Sistemik likidite riski. Likidite imkânlarının sınırlı olduğu ve birçok finansal kuruluşun veya işletmenin aynı anda likiditeye erişmekte zorlandığı durumlarda, finansal sistemin sağlıklı işlemesi için merkez bankalarının ihtiyaç duyulan likiditeyi sağlamak üzere önlemler alması gerekebilir.

-Yabancı para kredileri de dâhil olmak üzere büyük ve dalgalı sermaye akışlarına ilişkin riskler.

Küresel krizle birlikte önem kazanan makro ihtiyati politika araçları cari işlemler açığı veren gelişmekte olan ülkeler için ayrı bir öneme sahiptir. Gelişmekte olan ülkelere fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı ile finansal istikrar için gerekli faiz oranı arasındaki fark gelişmiş ülkelere göre daha büyük olabilir (Kara & Başçı, 2011: 4). Gelişmiş ülkelere kriz sonrası uygulanan niceliksel genişleme politikaları kısa vadeli likidite bolluğu oluşturarak gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında aşırı dalgalanmalara yol açar (Kara, 2012: 2). Bu durum faiz oranının, hızlı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde kısa vadeli sermaye girişini azaltmak üzere düşürülmesini, aynı zamanda enflasyonist baskıyı önlemek amacıyla yükseltilmesini gerektirebilir. Dolayısıyla sadece faiz oranının yönetimi ile finansal risklerin önüne geçilemeyecek durumlarda birden fazla politika aracının kullanılması zorunludur. Seçilecek makro ihtiyati araç ülkeden ülkeye ve zamana göre değişiklik gösterebilir. Ancak makro ihtiyati araçlarla politika faiz oranı uyumlu çalışmalıdır, aksi durumda uygulamada istenen sonucu elde etmek zorlaşabilir (Özatay, 2012: 6).

9. Sonuç

Parasal büyüklükleri kontrol etmek suretiyle makroekonomik istikrara katkı sağlamaya çalışan para politikası, iktisadi analiz tarihinde en çok tartışılan konulardan biridir. Çalışma Klasik görüşten 2008 Küresel Krizi sonrasına kadar uzanan bir süreçte para politikasının tarihsel evrimini kapsayan analitik bir inceleme sunmaktadır. Para politikasına yönelik tartışmalar paranın reel ekonomik değişkenler üzerindeki etkisiyle başlamış, uluslararası para sisteminin değişmesi, sermaye hareketlerinin artması, para ile ikame edilebilen araçların çoğalmasıyla farklı boyutlar kazanmıştır.

1929 ve 2008 krizleri varlık fiyatlarındaki aşırı artışın ardından gelen kredilerin ödenmemesi riskinin, reel ekonomik faaliyetlerde tahmin edilenden daha yıkıcı etkileri olduğunu gösterdi. Fon arzının ihtiyaç sahiplerinden ziyade spekülâtif kâr amacı olan birimlere yönelmesi, bir taraftan reel ekonomik aktiviteler için likidite sıkıntısı çekilmesine, diğer taraftan varlık fiyatlarında normal şartlar altında olmaması gereken artışlara neden oldu.

Varlık fiyatı balonunun patlaması ve fiyatların olması gereken seviyeye inme süreci, finansal sistemin işleyişindeki eksikliklerin giderilmesi için rehber niteliğindedir. Fiyat istikrarı yanında finansal sistemin bütününe kapsayan yeni bir para politikası çerçevesi geliştirilmeye başlandı. Kredi, likidite ve yabancı sermaye kaynaklı riskleri önlemek üzere her ülke makro ihtiyati politika araçları kullandı. Para politikasının etkinliği konusunda kullanılacak araçların doğru seçilmesi kadar, merkez bankalarının güvenilirliği ve inandırıcılığı da önemliydi. Piyasalarda güven oluşturabilen merkez bankaları ekonomik karar birimleri ve piyasaların para politikası hedeflerine ve taahhütlerine olan güvenini arttırarak etkin bir para politikası yürütebildi. Ekonomik yapı değiştikçe para politikasına yönelik analizlerin, etki kanallarının ve politika araçlarının değişebileceği açıktır. Para politikasının fiyat istikrarını sağlaması ve finansal istikrarı desteklemesi için merkez bankasının güvenilirliği ve inandırıcılığıyla birlikte zamana ve koşullara göre değişebilen farklı göstergelere odaklanması önemlidir.

Kaynakça

- Akerlof, G. A., & Yellen, J. (1985). A near-rational model of the business cycle, with wage and price inertia. *Quarterly Journal of Economics* .
- Aktan, C. C. (2010). Monetarizm ve rasyonel beklentiler teorisi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi* , 2 (1).
- Andrada, A. F. (1917). Understanding Robert Lucas (1967-1981): his influence and influences. *Economia* , 18.
- Avrupa Birliği Gazetesi*. (2016, 09 10). Alınan yer <http://avrupabirligigazetesi.com.tr>, Erişim 05.04.2023.
- Ball, L., Mankiw, N. G., Romer, D., Akerlof, G. A., Rose, A., Yellen, J., et al. (1988). The new keynesian economics and the output-inflation tradeoff. *Brookings Papers on Economic Activity* .
- Bartmann, R. (2016). Causes and effects of 2008 financial crisis. *Academic Research and Writting* , 17.
- Begg, D., Fischer, S., & Dornbusch, R. (1996). *Economics* (2 b.). McGraw-Hill.
- Blinder, A., Ehrmann, M., Haan, J., & Jansen, D. (2017, October). Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis. *Economic Policy* .
- Bordo, M. D., & Siklos, P. L. (2015). Central bank credibility: An historical and quantitative exploration. *NBER Working Paper Series* .
- Chrystal, K. A., & Simon, P. (1994). *Controversies in macroeconomics* (3 b., Cilt 2). Harvester Wheatsheaf.
- Colander, D. (1986). *Macroeconomics*. Foresman and Company.
- Eigner, P., & Thomas, S. U. (2015). The great depressions of 1929-1933 and 2007-2009? parallels, differences and policy lessons. *Working Papers in Crisis History* , 2.
- Fisher, I. (1963). *The purchasing power of money*. Macmillian.
- Friedman, M. (1977). Inflation and unemployment. *The Journal of Political Economy* , 85 (3).
- Friedman, M. (1982). Monetary policy: theory and practise. *Journal of Money, Credit and Banking* .
- Friedman, M. (1967). The lag in effect of monetary policy. *The Journal of Political Economy* , 75 (3).
- Goodfriend, M. (2007). How the world achieved consensus on monetary policy. *Journal of Economic Perspective* , 21 (4).
- Greenspan, A. (1990). *In zero inflation*. Government Printing Office.
- Greenwald, B., & Stiglitz, J. E. (1987). Keynesian, new keynesian and new classical economics. *Oxford Economic Papers New Series* , 39 (1).

- Hicks, J. R. (1980). Bay Keynes ve "klasikler" bir yorum. 1 . (E. Ertaş, Çev.) Uludağ Üniversitesi. Alınan yer <http://acikerisim.uludag.edu.tr>, Erişim 02.01.2023.
- Hiç, A., & Birol, Ö. (2014). Neo-Klasik iktisat ve Neo-Klasik sentez. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* , 16 (1).
- Hiç, M. (1994). *Para teorisi ve politikası* (9 b.). Filiz Kitabevi.
- Hiç, Ö. (2019). Evolution of New Keynesian economics. *Procedia Computer Science* (158).
- IMF. (2011). *Macprudential policy: what instruments and how to use them? lessons from country experiences*. Working Paper.
- IMF. (2013). *Unconventional monetary policies-recent experience and prospects*. IMF.
- Johanson, H. G. (1958). *Monetary theory and keynesian economics* (Cilt VIII). (S. Ertaş, Çev.) Pakistan Economic Journal.
- Kara, H. (2012). *Küresel kriz sonrası para politikası*. TCMB.
- Kara, H., & Başçı, E. (2011). *Finansal istikrar ve para politikası*. TCMB.
- King, A. M. (2004). *What has inflation targeting achieved*. University of Chicago Press.
- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy* .
- Laidler, D. (2013). *Three revolution in macroeconomics: their nature and influence*. Economic Policy Research Institute.
- Lubik, A. T., Matthes, C., & Sublik, T. (2016, November). The Burns disinflation of 1974. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief* .
- Lucas, R. E. (1972). Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory* , 9 (4).
- Lucas, R. E. (1973). Some international evidence on output-inflation tradeoffs. *American Economic Review* , 63 (3).
- Mankiw, G. N. (1988). Imperfect competition and the keynesian cross. *Economic Letters* , 26.
- Mankiw, G. N. (1992). *Macroeconomics*. Worth Publishers.
- Mccallum, B. T. (1989). *The monetary economics theory and policy*. Macmillian Co.
- Mishkin, F. S. (2017). Rethinking monetary policy after the crisis. *Journal of International money and Finance* , 73.
- Mishkin, F. S. (2004). *The economics of money, banking and financial markets* (7 b.). Argosy Publishing.
- Nelson, E. (2011). A review of Allan Meltzer's "a history of the Federal Reserve, volume 2". *Finance and Economics Discussion Series* , 59.
- Orhan, Z. O., & Erdoğan, S. (2002). *Para politikası*. Avcılar Ofset.
- Özatay, F. (2012). *Para politikasında yeni arayışlar ve TCMB*. TEPAV.

- Paya, M. (1998). *Para teorisi ve para politikası* (2 b.). Filiz Kitabevi.
- Ricardo, D. (1951). *Works*. Royal Economic Society.
- Sargent, T. J., & Wallace, N. (1975). Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy*, 83 (2).
- Savaş, V. F. (1997). *İktisadın tarihi*. Liberal Düşünce Topluluğu.
- Skousen, M. (2003). *İktisadi düşünce tarihi*. (M. Toprak, Çev.) Adres Yayınları.
- Snowdon, B. (2020). New classical macroeconomics. *21st century economics: a reference handbook* (s. 1-27). içinde Sage Publication.
- Snowdon, B., Vane, H. R., & Wynarczyk, P. (1994). *A modern guide to macroeconomics: an introduction to competing schools of thought*. E. Elgar Publishing.
- Stewart, L. W. (1960). *Some aspect of the quantity theory of money and their impact of american economic development from 1873 to 1893*. Texas Tech University, Department of Economics.
- TCMB. (2014). *Makro ihtiyati politikalar ve Türkiye uygulaması*. TCMB.
- Yellen, J. (2011). Macroprudential supervision and monetary policy in the post-crisis world. *Business Economics*, 46 (1).

EXTENDED ABSTRACT

Monetary policy encompasses the activities of central banks to control various monetary aggregates to determine the volume of money and credit in order to achieve economic objectives. An effective monetary policy contributes to macroeconomic stability and helps fiscal policy focus on medium and long-term growth and productivity gains. The effects of money on real economic variables, the variables through which these effects will be realized and how long these effects will be realized, and whether the effects will be permanent in the long run are among the most debated issues among economists for many years. In the history of economic analysis, the debates on monetary policy have been based on views that sometimes support each other and sometimes contradict each other. In fact, each view, which reaches different conclusions and tries to refute the other views within the framework of theoretical foundations, serves the development of monetary policy by contributing to the revision of the deficiencies of the opposing view with modern approaches introduced in the historical process. Since the 1980s, advances in computing and mathematics have enabled the construction of complex multivariate models, contributing to the testing of the compatibility of theoretical views with real-life data and further accelerating the development of monetary policy.

Academic studies on monetary theory serve as a guide for policy makers and central banks, especially in developed countries, shape monetary policy in line with theoretical developments. However, from time to time, shocking events such as the Great Depression of 1929, oil shocks and financial crises, which were not foreseen by economic theory, occurred in real life, and monetary policy, which could not find a solution in the face of these events, witnessed break points that could be considered revolutionary both in practice and theory. Economic shocks that rendered the current power of monetary policy inadequate necessitated the inclusion of variables neglected in the theory in the analysis and making monetary policy more flexible in the face of changing and evolving conditions. Not only unforeseen events, but also the increase in international capital flows in the globalized financial system, the emergence of new financial instruments, and increased fluctuations in the value of national currencies after the collapse of the indirect gold monetary system have made the job of monetary policy makers more difficult.

According to the Classical View, monetary policy affects only the general level of prices and has no effect on real variables and the state should not intervene in the economy. The depression of 1929, which necessitated state intervention in the economy, led to the fall

of the classical view and the rise to prominence of Keynes, who believed in the necessity of active economic policies. In Keynes' system, the absence of perfect competition in markets, the downward rigidity of wages and prices, the determination of the interest rate by money supply and demand, and the existence of speculative demand for money result in monetary policy affecting real variables, but the existence of a liquidity trap limits this effect. The inability to explain the stagflation of the 1970s within the Keynesian system strengthened Milton Friedman and the Monetarist View, which developed the Classical View according to the conditions of the day. Friedman introduced the concept of adaptive expectations into economic analysis and explained how unemployment and inflation could coexist in the long run regardless of supply shocks. According to Friedman, monetary policy should be governed by clear and stable rules, not discretionary ones. Another group that criticized Keynes for the lack of micro-foundations in his assumptions was the New Classical View. Using the concept of rational expectations, the New Classicals explained the wage and price elasticity with micro analysis and concluded that monetary policy was inefficient even in the short run. In the same years, the New Keynesians, who opposed the Walrasian general equilibrium analysis and tried to strengthen Keynes' system with new concepts, reached the conclusion of the effectiveness of monetary policy in their models based on rational expectations but wage and price inelasticity.

What happened in the academic community was reflected in the monetary policy practices of the FED in the 1980s. Once it became clear that monetary policy could manage expectations, New Consensus-based policies came to the fore. The idea that monetary policy alone, without supportive fiscal policies, could permanently reduce inflation without a significant decline in production and employment, that the independence and determination of the central bank supported this process, and that timely and effective interest rate hikes could control inflation gained validity. However, the financial crisis of 2008, which soon took on a global dimension, imposed on monetary policy the task of ensuring financial stability as well as price stability, and increased the importance of macro discretionary policy instruments in addition to traditional monetary policy instruments. Indeed, central banks cannot keep a large number of economic variables under control by using a single instrument, and the interest rate that is appropriate for price stability may harm financial stability. Moreover, the zero lower bound problem, where central banks cannot lower the interest rate further, may render traditional monetary policy tools ineffective. Policies aimed at identifying and preventing risks to ensure the effective functioning of the financial system as a whole are called

macroprudential policies. Macroprudential policy instruments aim to control systemic risks that may be caused by excessive credit growth, rising debt-to-capital ratios, limited liquidity and excessive volatility in foreign capital flows. In today's complex and interconnected financial system, price stability requires the proper functioning of the financial system, which can only be achieved through the development and dissemination of macroprudential policy instruments.

In this study, the theoretical development of monetary policy and the policy implications of this development are examined in the process from the views of Adam Smith, which is considered the beginning of economic analysis, to the present day. Five main economic schools, namely the Classical View, Keynesian View, Monetarism, New Classics and New Keynesians, are analyzed with their theoretical assumptions regarding monetary policy, and the main factors that led these movements to reach the conclusion that money is neutral or effective on real variables are emphasized. The Great World Depression of 1929, the oil shocks of the 1970s and the 2008 global financial crisis, which shaped the theoretical developments, are analyzed in the context of their causes, the success or failure of economic theory in explaining these events, the shortcomings of the theory after the events occurred and the new economic analyses made to fill these shortcomings. Therefore, our study adopts a historical and analytical approach.